الأزمة المالية العالمية: الأسباب والآثار

د. محمد بن إبراهيم السحيباني

محاور العرض

- مقدمة
- أسباب الأزمة وآثارها
- نظرة شرعية
- ملاحظات ختامية

مقدمة

- يمكن إرجاع هذه الأزمة إلى انهيار سوق الأسهم الأمريكية في عام 2000م
- قام البنك المركزي الأمريكي حينذاك وكعادته بتخفيض سعر الفائدة لمنع الانهيار من التحول إلى كساد
- تسببت أسعار الفائدة المنخفضة في التوسع في الاقتراض لشراء المساكن
- أدى هذا التوسع في الائتمان إلى زيادة الطلب على المساكن؛ ما أدى إلى ارتفاع أسعارها بشكل تدريجي ووصول بعضها إلى أضعاف قيمها في عام 2000م
- حمل ذلك بالبنك المركزي لرفع سعر الفائدة لمواجهة الضغوط التضخمية
- ظهرت هذه الأزمة للعيان مع التصحيح في سوق العقار الأمريكي في عام 2006م

أسباب الأزمة وآثارها

- ملاك المنازل
- سوق العقار
- المؤسسات المالية
- الاقتصاد والأسواق المالية
- الحكومة والبنك المركزي

ملاك المنازل

الأسباب التي أدت حدوث الفقاعة في سوق العقار	الآثار التي ترتبت على فقاعة سوق العقار
• أدت أسعار الفائدة المنخفضة إلى توسع الأفراد في الاقتراض، وتقديم بعضهم معلومات مظللة حول وضعهم الائتماني. • أدى ارتفاع قيمة المنازل إلى قيام ملاكها بإعادة الاقتراض بضمان القيم الإضافية للمنازل، والإنفاق على السلع الاستهلاكية إنفاقاً يفوق قدرتهم على السداد	• أدى ارتفاع أسعار الفائدة التي يدفعها ملاك المنازل فيما بعد (بسبب كونها معومة ومرتبطة بسعر فائدة البنك المركزي) إلى صعوبة إعادة التمويل وسداد القروض • ارتفاع معدلات إفلاس أصحاب القروض العقارية • ازدياد معدلات حبس الرهون

سوق العقار

الأسباب التي أدت حدوث الفقاعة في سوق العقار	الآثار التي ترتبت على فقاعة سوق العقار
• توسع في البناء أدى إلى وجود فائض في المخزون من العقار (فائض عرض) بسبب توقع شركات التطوير العقاري استمرار النمو في الطلب على المساكن. • أدى دخول المضاربين في سوق العقار إلى رفع أسعار العقارات بأعلى من قيمتها. • عدم تدقيق سمسارة العقار في الجدارة الائتمانية للمقترضين زاد من عدد المقترضين من ذوي الجدارة الائتمانية المنخفضة	• انخفاض أسعار العقارات المرهونة • انخفاض معدل بناء المنازل الجديدة • انخفاض الإنفاق الاستثماري والاستهلاكي، ما زاد من مخاطر الركود الاقتصادي

المؤسسات المالية

الأسباب التي أدت حدوث الفقاعة في سوق العقار	الآثار التي ترتبت على فقاعة سوق العقار
• تساهل البنوك في تقديم القروض غير المسئولة للاستفادة من الطلب على القروض. • نمو المشتقات المالية المرتبطة بسوق الائتمان العقاري، والتي تقدم خدمة التأمين على الصكوك المدعومة بالأصول العقارية المرهونة. • تقديم البنوك لتسهيلات ائتمانية كبيرة منها تثبيت سعر الفائدة في السنوات الأولى للقرض. • تعقيد الأدوات المستخدمة لتقدير قيمة العقارات.	• خسائر الصكوك المدعومة بالأصول العقارية المرهونة. • زياد معدلات طلب تسديد الديون أو تعزيز رهونها • انخفاض السيولة بسبب التشدد في منح القروض • غموض وضع الشركات المالية • إفلاس المؤسسات المالية أو اضطرارها لقبول الاندماج من مؤسسات مالية أخرى • دعم البنوك المركزية والصناديق السيادية للبنوك • تسريح الموظفين وإعادة هيكلة الشركات • إنشاء برامج مشتركة لإقراض البنوك التي تواجه صعوبات مالية بسبب الأزمة

الاقتصاد والأسواق الماليـة

الأسباب التي أدت حدوث الفقاعة في سوق العقار	الآثار التي ترتبت على فقاعة سوق العقار
• شجع انخفاض أسعار الفائدة على زيادة السيولة الموجهة للاقتراض في الاقتصاد • أغرت الأرباح المتوقعة للصكوك المؤسسات المالية بتحمل مديونية كبيرة. • عدم دقة تقييم الجدارة الائتمانية للأصول المالية (الصكوك) من قبل شركات التقييم الرئيسة بسبب تعارض المصالح. • جذبت الهندسة المالية المعروفة بالتصكيك المستثمرين وصناديق الاستثمار إلى هذه السوق • نمو الثروة العقارية شجع على الاقتراض (إعادة التمويل) والإنفاق	• إعادة تقييم مخاطر الائتمان • هبوط الأسواق المالية • انخفاض عمليات التصكيك • قلة الأموال المتاحة للإقراض وارتفاع تكلفتها، ما زاد من مخاطر الركود الاقتصادي

الحكومة والبنك المركزي

الأسباب التي أدت حدوث الفقاعة في سوق العقار	الآثار التي ترتبت على فقاعة سوق العقار
• ارتفاع أسعار الفائدة ابتداء من 2004 إلى 2007 زاد من تكلفة سداد الفوائد المعومة لقروض تمويل المساكن • ثقة المؤسسات المالية الكبرى بأن الحكومة ستحميها في حال تعرضها للإفلاس؛ ما شجعها على الدخول في قروض عالية المخاطر • ضعف التشريعات المنظمة للتصكيك وتداول الصكوك، والمشتقات المبنية على الصكوك	• تخفيض أسعار الفائدة من قبل البنك المركزي • توسيع البنك المركزي لعملياته في مجال الإقراض • الإعلان عن برامج حكومية محفزة للاقتصاد للخروج من الأزمة • تدخل الحكومة لحماية كبرى المؤسسات المالية من الإفلاس • زيادة مديونية الحكومة وعجز ميزانيتها بهدف إسعاف الاقتصاد

الأزمة: نظرة شرعية

- السبب الأساس في الأزمة هو التوسع في التمويل بالدين من خلال القروض الربوية التي ارتفعت تكلفة سدادها لكونها مربوطة بفائدة متغيرة
- للشريعة موقفها الواضح من الدين، فهي لا تشجع على التوسع فيه. وخط الدفاع الأول لمنع وقوع هذه الأزمة هو منع الشريعة لأسهل طرق التمويل بالدين وهي القرض الربوي.
- ولكن هناك صيغ شرعية جائزة للتمويل بالدين مثل المرابحة
- المرابحة وإن كانت مفضولة شرعاً إلا أنها تتميز عن القرض الربوية بخصائص تقلل من احتمال إفلاس المدين مقارنة بالقروض ذات الفوائد المتغيرة
- فجميع أقساط المرابحة ثابتة (وليست معومة)، ولا يمكن زيادتها في حال إعسار المتمول.
- بالمقارنة نجد أن جهود مكافحة هذه الأزمة تركزت في المقام الأول على منع أكبر قدر ممكن من المقترضين من إعلان الإفلاس من خلال السعي لتثبيت سعر فائدة القروض، وتدشين برامج حكومية لمساعدة المقترضين على الاستمرار في دفع الفوائد.

الأزمة: نظرة شرعية

- من أسباب تفشي الأزمة هو عملية بيع الديون العقارية من خلال تصكيكها (تجميعها وتحويلها إلى أوراق مالية يمكن لأي مستثمر في العالم شراؤها).
- لعلم البنوك بأنها تستطيع بيع ديونها وبالتالي تحويل مخاطر عدم سدادها إلى طرف ثالث فقد كان لذلك أثر سلبي على حافزها للتحقق من جدارة المقترض على السداد.
- خط الدفاع الثاني لمنع وقوع الأزمة فهو تقييد بيع الدين في الشريعة
- فلو تم تمويل شراء المساكن بعقد شرعي يولد ديناً مثل المرابحة، فلا يمكن للبنك الممول بيعه على طرف ثالث.
- أي أن البنك الإسلامي لا يستطيع بيع ديون المرابحة من خلال تصكيكها، وسيولد ذلك حافزاً أكبر لديه للتحقق من جدارة المتمول لأن العلاقة بينهما ستستمر إلى تسديد آخر قسط، وسيكون هو المتحمل لمخاطر تعثر العميل.

الأزمة: نظرة شرعية

- من أسباب استحكام حلقات هذه الأزمة المالية قيام الشركات الاستثمارية بالتأمين على ما تملكه من هذه الصكوك (الأوراق المالية المصككة والمدعومة بأصول عقارية هي المنازل المرهونة) من خلال عقود مشتقة مع شركات التأمين؛ تدفع فيها شركات الاستثمار أقساط تأمين مقابل ضمان شركات التأمين للقيمة الاسمية للصكوك في حال حدوث خطر عدم مقدرة الصكوك على دفع فوائدها المقررة.
- مع تكاثر حالات الإفلاس وقع هذا الخطر، وعجزت شركات التأمين عن الوفاء بالتزاماتها فأعلنت بدورها إفلاسها.
- خط الدفاع الثالث لمنع وقوع الأزمة هو منع الشريعة للمشتقات المالية

الأزمة: نظرة شرعية

- من أسباب وقوع الأزمة قيام شركات الاستثمار بالتوسع في ترتيب تصكيك الديون من خلال الاستدانة (شراء بالهامش)، لتقوم بطرحها على المستثمرين.
- عندما انخفضت قيمة الصكوك أصبحت أصول شركات الاستثمار تقل بشكل كبير عن ديونها، ما اضطرها لإعلان الإفلاس أو الاندماج مع مؤسسات مالية أقوى منها.
- بعد حدوث الأزمة توسع كثير من المضاربين في البيع على المكشوف الذي أسهم في زيادة وتسارع النزول في الأسواق المالية.
- خط الدفاع الرابع فهو منع علماء الشريعة الشراء بالهامش والبيع على المكشوف في الأسواق المالية.

ملاحظات ختامية

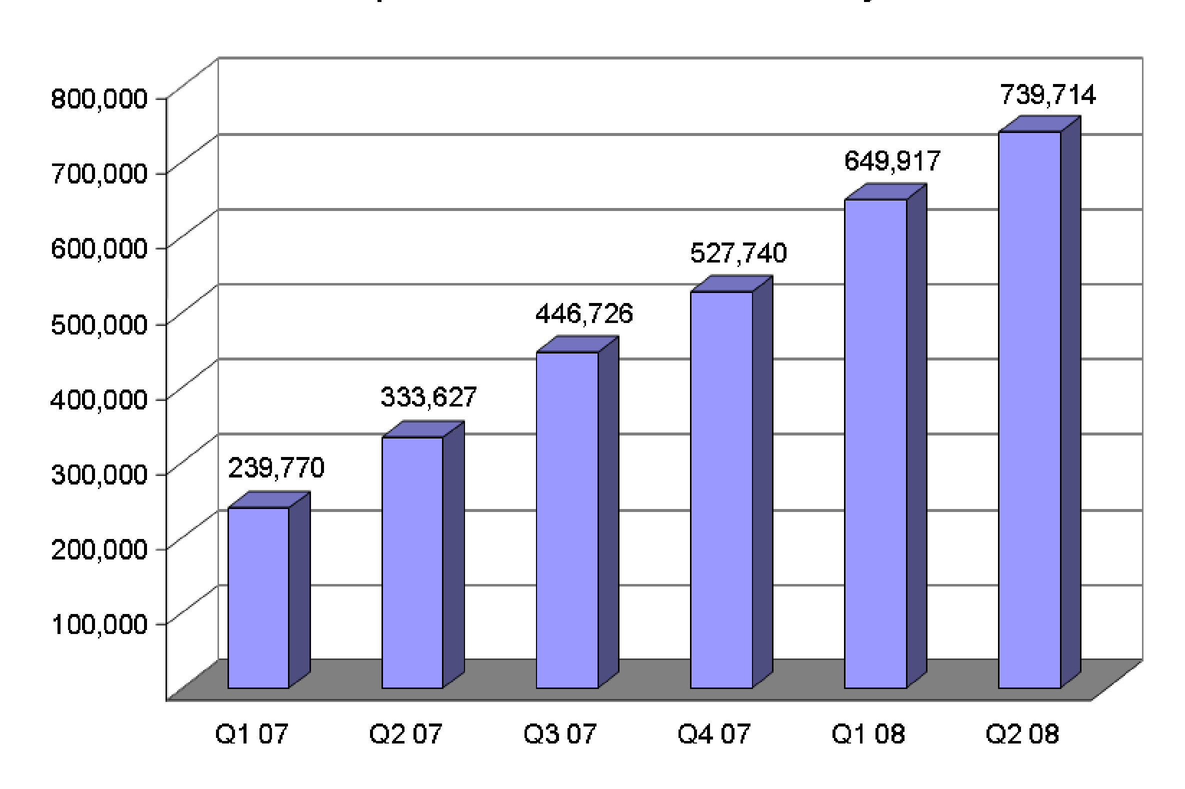
- التوسع في استخدام أدوات التمويل بالدين، وتطوير منتجات مالية غير منضبطة بالمعاير الشرعية مثل الصكوك والمشتقات المالية، ورفع القوة المالية للمضاربين بها في الأسواق المالية من خلال المتاجرة بالهامش والبيع المكشوف أدى في نهاية المطاف إلى أضرار بالغة على نمو الاقتصاد الحقيقي، وبدلاً من قيام الأسواق المالية بالدور المتوقع منها في مساندة الاقتصاد الحقيقي، يحدث الآن العكس: قيام الاقتصاد الحقيقي بتعويض خسائر السوق المالية.

ملاحظات ختامية

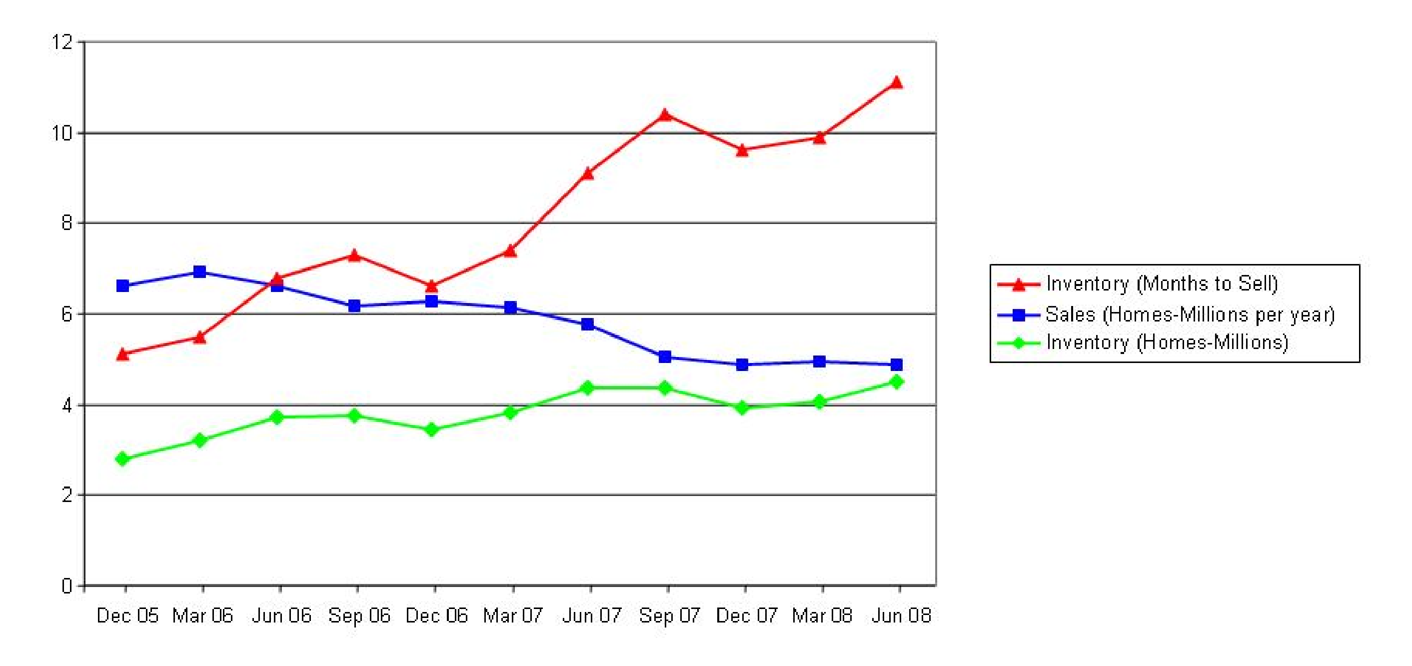
- العالم الآن يبحث بسبب هذه الأزمة عن حلول من خلال تعديل جذري للنظام المالي السائد حالياً، وهي في الواقع فرصة مواتية لأن يطرح الاقتصاد الإسلامي رؤيته حول ما ينبغي أن يكون عليه هذا النظام، خاصة وأن تطبيق المعايير الشرعية على المعاملات المالية يحمي النظام الاقتصادي من حدوث مثل هذه الأزمة.

ملاحظات ختامية

- لسنا محصنين من وقوع هذه الأزمة في ظل التوجه الصيرفة الإسلامية لتبني منتجات مقلدة للقروض الربوية مثل التورق، وأخرى مقلدة للصكوك، حيث أن كثير من الصكوك المسماة "إسلامية" مبينة على نموذج تصكيك السندات وليست صكوكاً مدعومة بموجودات، كما هو المفترض
- المطلوب استفراغ الوسع في دراسة بدائل وحلول مالية أفضل شرعاً وأحسن اقتصاداً مستمدة من الأفق الواسع للاجتهاد في صياغة عقود مستندة إلى قواعد فقه المعاملات المالية

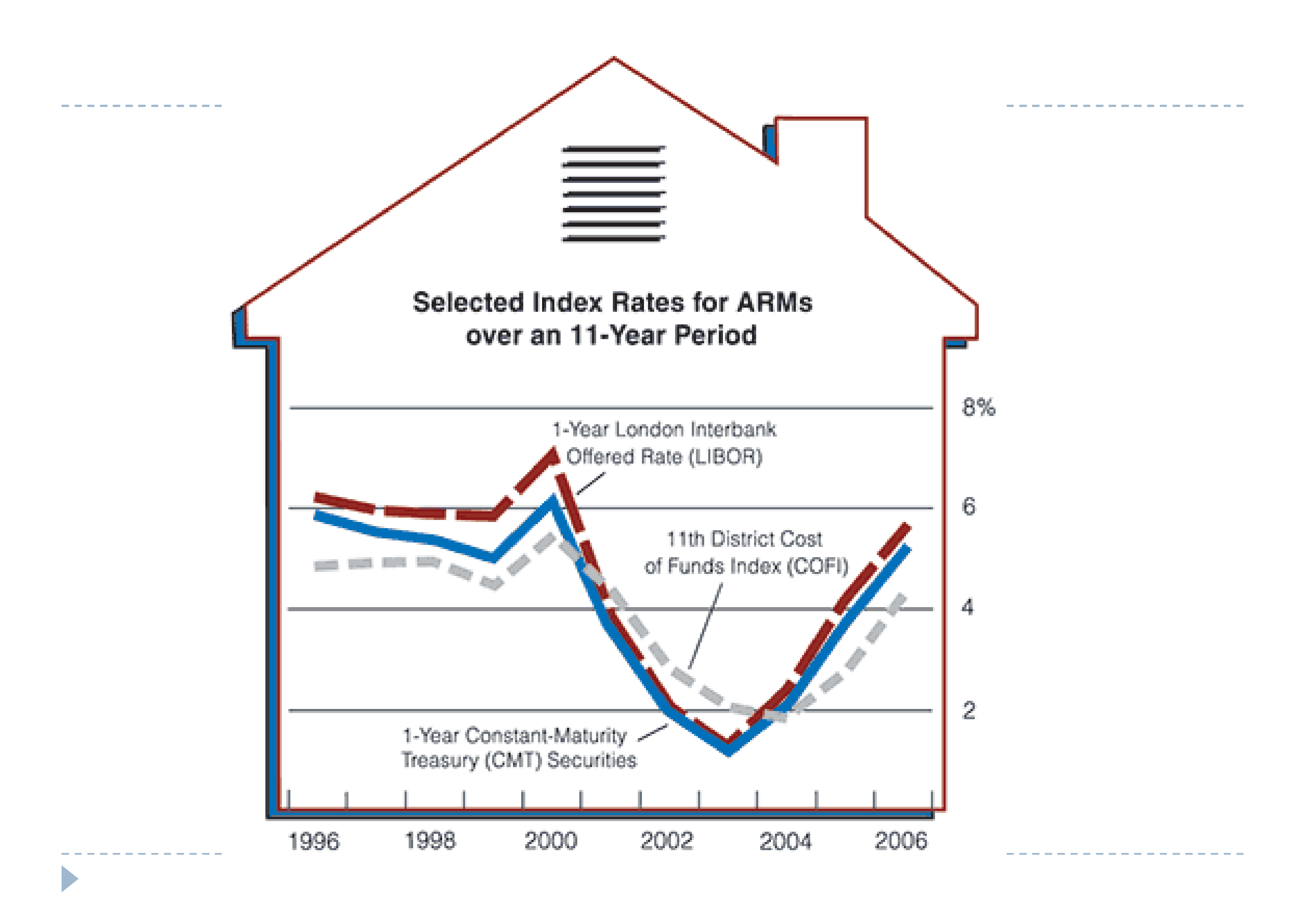

Properties with Foreclosure Activity
800,000
700,000
600,000
500,000
400,000
300,000
200,000
100,000
239,770
333,627
446,726
527,740
649,917
739,714
Q1 07
Q2 07
Q3 07
Q4 07
Q1 08
Q2 08
Source Data: RealtyTrac Press Releases of "U.S. Foreclosure Market Report"
Chart Created by Contributor

U.S. Existing Home Sales, Inventory, and Months Supply
December 2005 – June 2008



Each sales data point (blue line) is annualized based on the most recent month's rate of sale.
The inventory figure (green line) represents the number of homes for sale at a point in time.
The inventory months to sell (red line) is how many months it would take to sell the existing inventory.

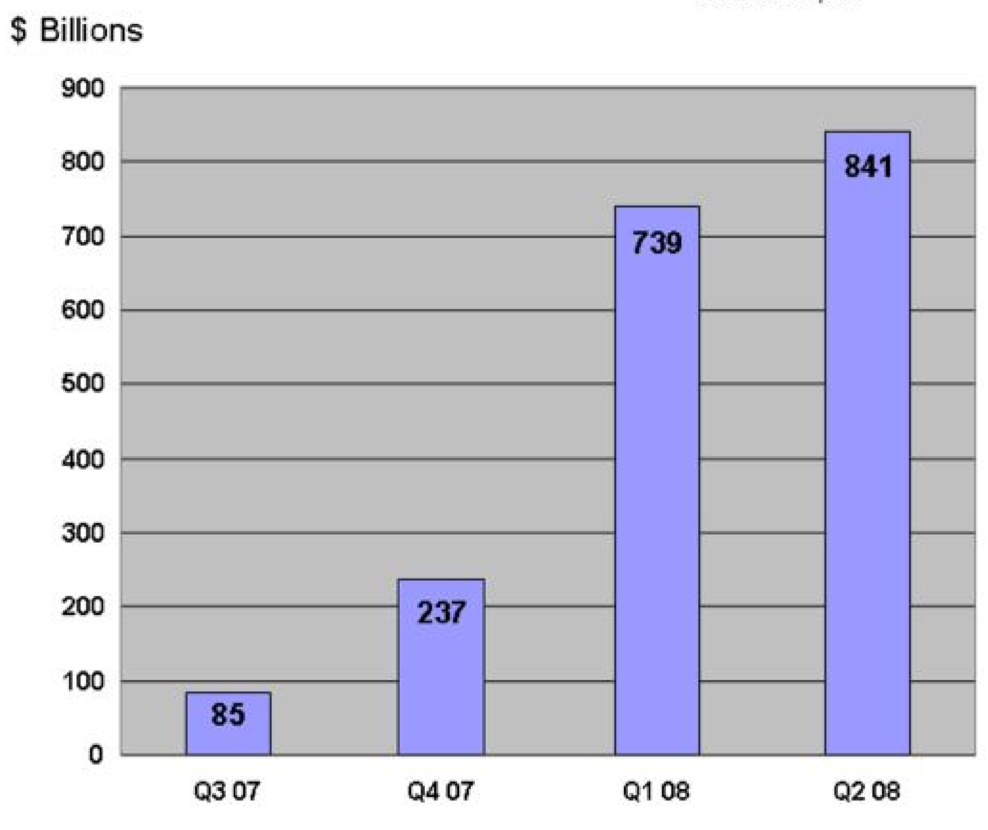
Source Data: National Association of Realtors (NAR)
Chart Created by Contributor



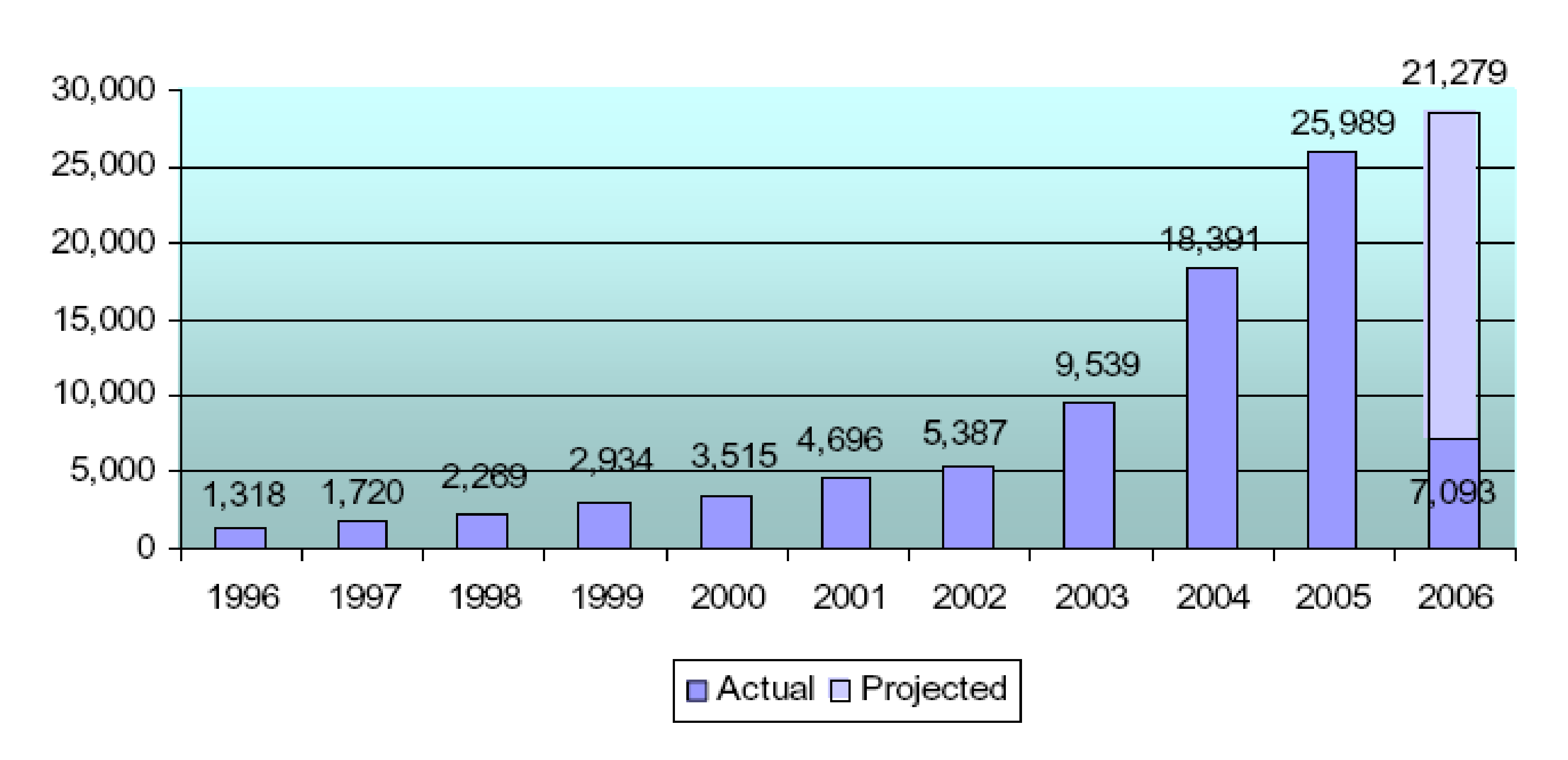
Selected Index Rates for ARMs over an 11-Year Period
1-Year London Interbank Offered Rate (LIBOR)
11th District Cost of Funds Index (COFI)
1-Year Constant-Maturity Treasury (CMT) Securities
8%
6
4
2
1996
1998
2000
2002
2004
2006

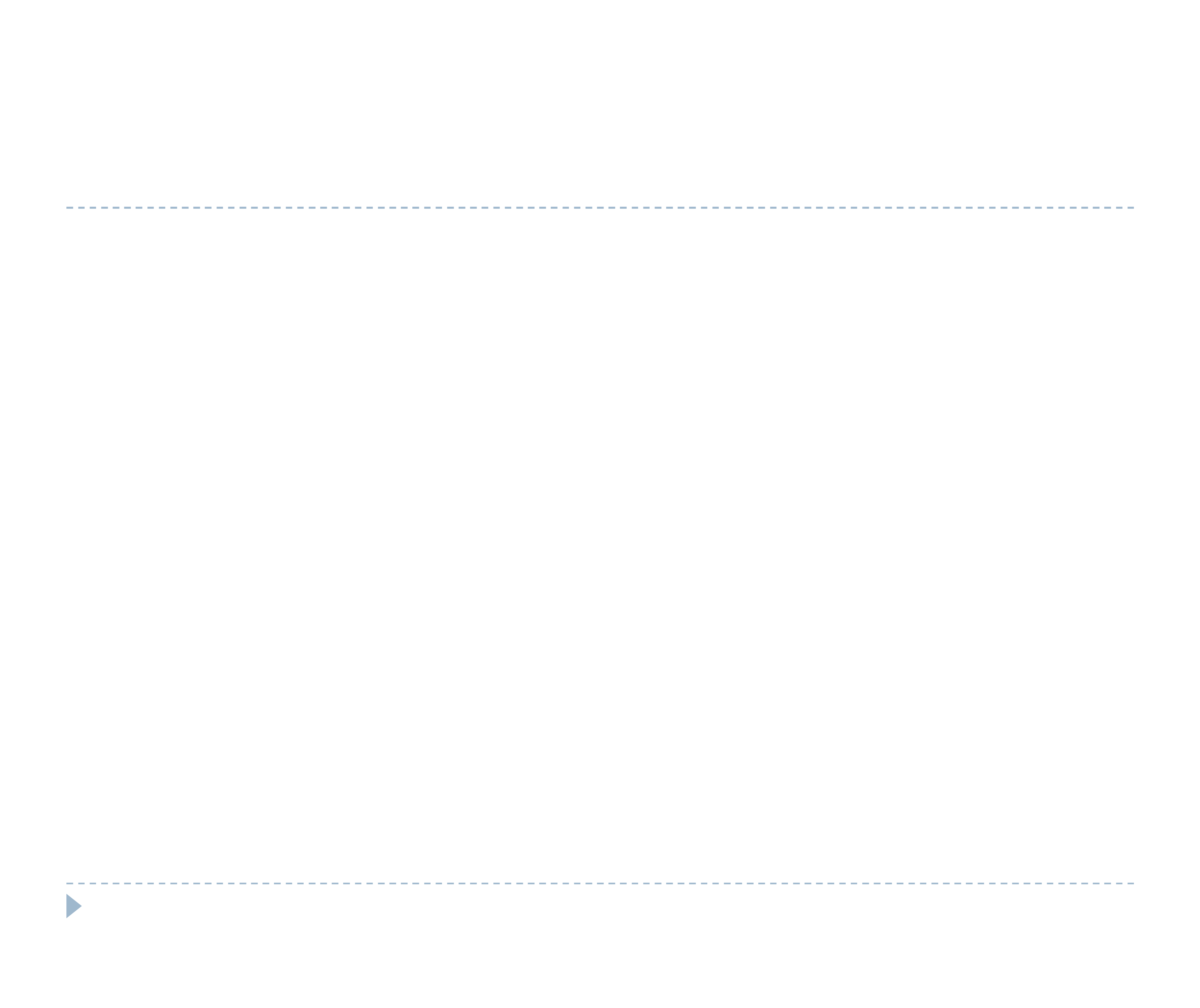
Mortgage-Backed Securities (MBS) Downgrades

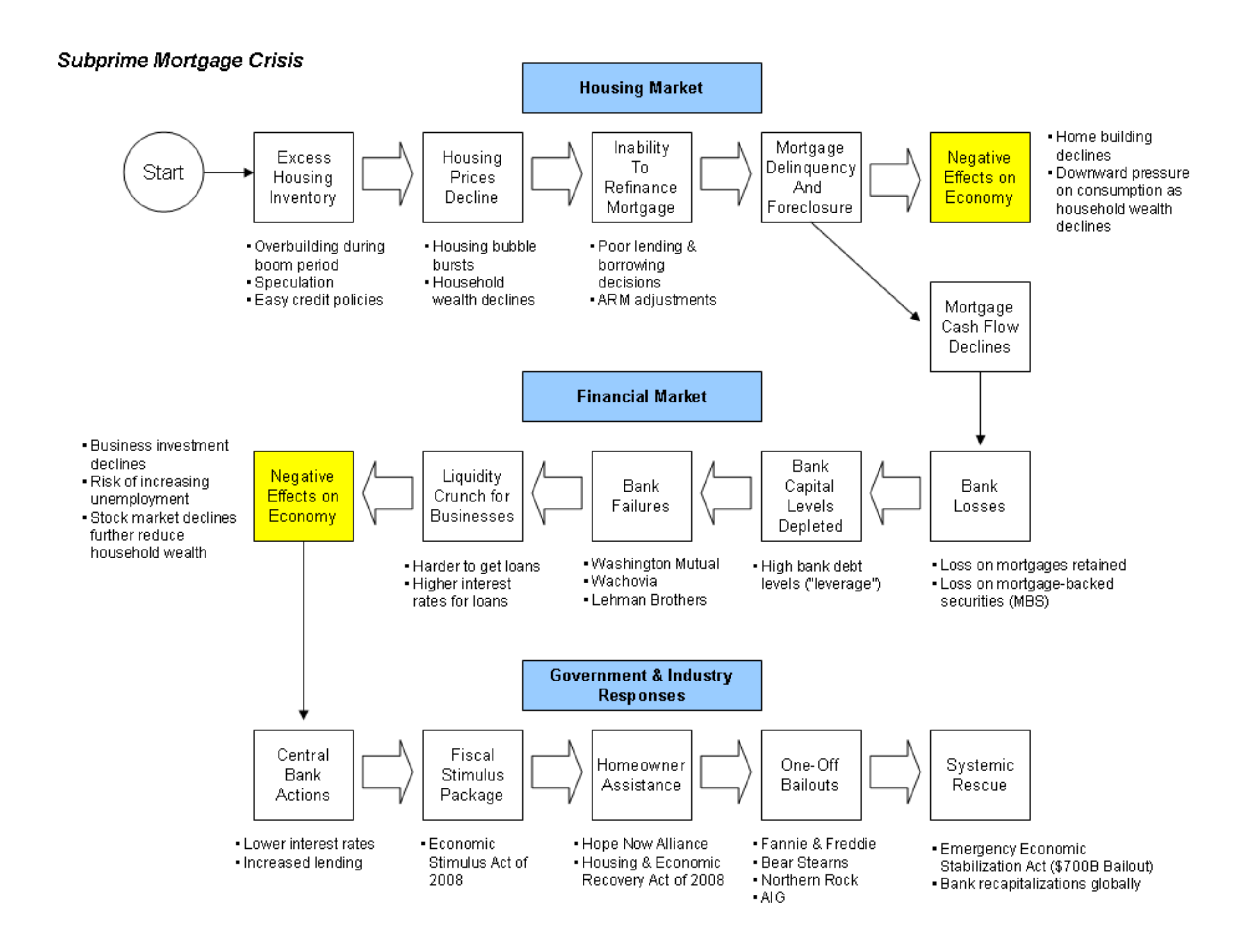
Rating agencies (e.g., S&P and Moody's) have downgraded the credit ratings on nearly $1.9 trillion in MBS. This places pressure on financial institutions holding these securities to write down their value, potentially requiring banks to acquire additional capital.

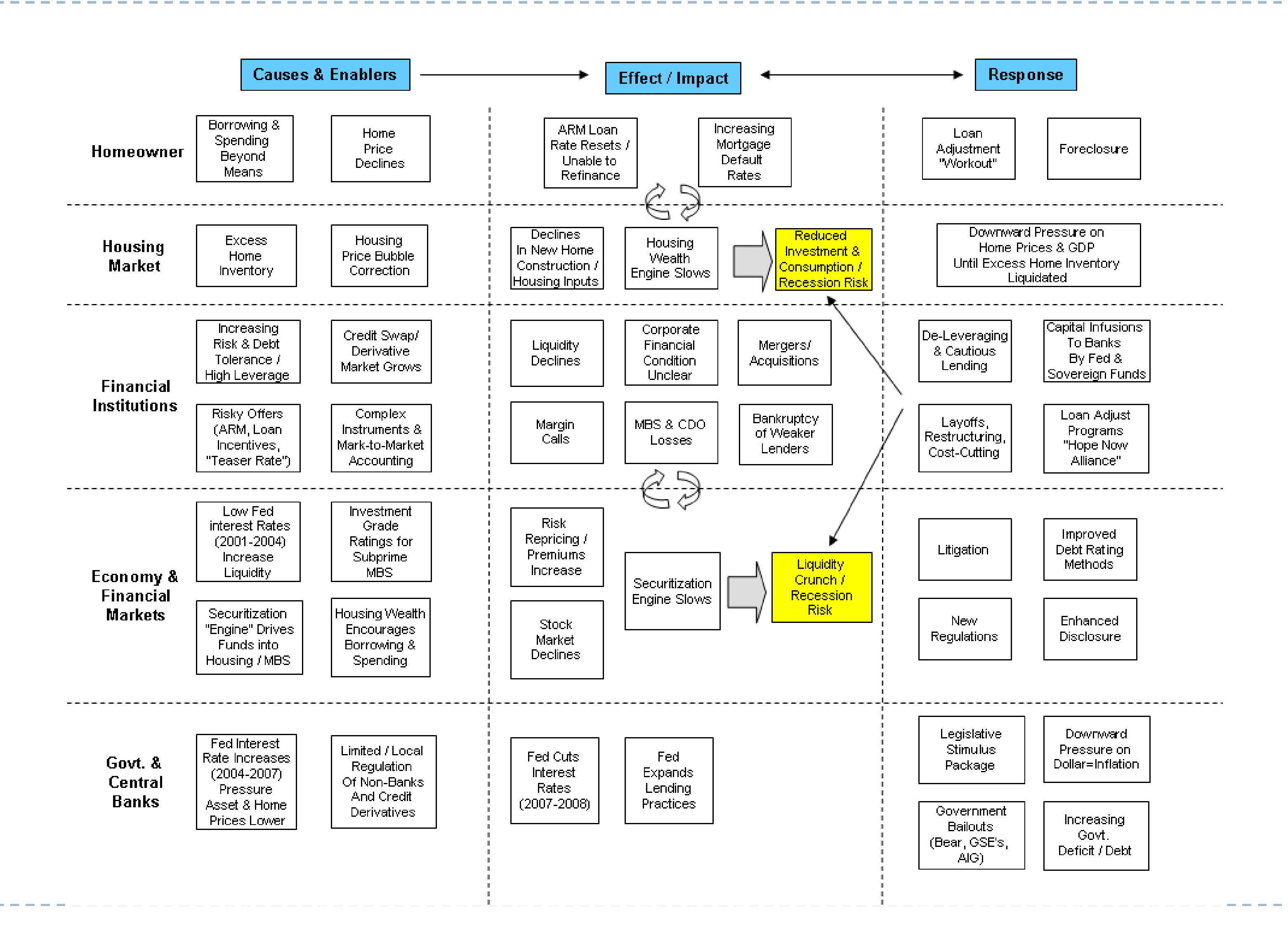


Source data: Fortune Magazine, 8/4/08


MORTGAGE LOAN FRAUD REPORTING TREND
30,000
25,000
20,000
15,000
10,000
5,000
0
1,318
1,720
2,269
2,934
3,515
4,696
5,387
9,539
18,391
25,989
21,279
7,093
1996
1997
1998
1999
2000
2001
2002
2003
2004
2005
2006
Actual
Projected




Subprime Mortgage Crisis
Housing Market
Start
Excess Housing Inventory
Housing Prices Decline
Inability To Refinance Mortgage
Mortgage Delinquency And Foreclosure
Negative Effects on Economy
• Home building declines
• Downward pressure on consumption as household wealth declines
• Overbuilding during boom period
• Speculation
• Easy credit policies
• Housing bubble bursts
• Household wealth declines
• Poor lending & borrowing decisions
• ARM adjustments
Mortgage Cash Flow Declines
Financial Market
• Business investment declines
• Risk of increasing unemployment
• Stock market declines further reduce household wealth
Negative Effects on Economy
Liquidity Crunch for Businesses
Bank Failures
Bank Capital Levels Depleted
Bank Losses
• Harder to get loans
• Higher interest rates for loans
• Washington Mutual
• Wachovia
• Lehman Brothers
• High bank debt levels ("leverage")
• Loss on mortgages retained
• Loss on mortgage-backed securities (MBS)
Government & Industry Responses
Central Bank Actions
Fiscal Stimulus Package
Homeowner Assistance
One-Off Bailouts
Systemic Rescue
• Lower interest rates
• Increased lending
• Economic Stimulus Act of 2008
• Hope Now Alliance
• Housing & Economic Recovery Act of 2008
• Fannie & Freddie
• Bear Stearns
• Northern Rock
• AIG
• Emergency Economic Stabilization Act ($700B Bailout)
• Bank recapitalizations globally



Causes & Enablers
Effect / Impact
Response
Homeowner
Borrowing & Spending Beyond Means
Home Price Declines
ARM Loan Rate Resets / Unable to Refinance
Increasing Mortgage Default Rates
Loan Adjustment "Workout"
Foreclosure
Housing Market
Excess Home Inventory
Housing Price Bubble Correction
Declines In New Home Construction / Housing Inputs
Housing Wealth Engine Slows
Reduced Investment & Consumption / Recession Risk
Downward Pressure on Home Prices & GDP Until Excess Home Inventory Liquidated
Financial Institutions
Increasing Risk & Debt Tolerance / High Leverage
Credit Swap/ Derivative Market Grows
Risky Offers (ARM, Loan Incentives, "Teaser Rate")
Complex Instruments & Mark-to-Market Accounting
Liquidity Declines
Corporate Financial Condition Unclear
Mergers/ Acquisitions
Margin Calls
MBS & CDO Losses
Bankruptcy of Weaker Lenders
De-Leveraging & Cautious Lending
Capital Infusions To Banks By Fed & Sovereign Funds
Layoffs, Restructuring, Cost-Cutting
Loan Adjust Programs "Hope Now Alliance"
Economy & Financial Markets
Low Fed interest Rates (2001-2004) Increase Liquidity
Investment Grade Ratings for Subprime MBS
Securitization "Engine" Drives Funds into Housing / MBS
Housing Wealth Encourages Borrowing & Spending
Risk Repricing / Premiums Increase
Stock Market Declines
Securitization Engine Slows
Liquidity Crunch / Recession Risk
Litigation
Improved Debt Rating Methods
New Regulations
Enhanced Disclosure
Govt. & Central Banks
Fed Interest Rate Increases (2004-2007) Pressure Asset & Home Prices Lower
Limited / Local Regulation Of Non-Banks And Credit Derivatives
Fed Cuts Interest Rates (2007-2008)
Fed Expands Lending Practices
Legislative Stimulus Package
Downward Pressure on Dollar=Inflation
Government Bailouts (Bear, GSE's, AIG)
Increasing Govt. Deficit / Debt